

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, *LEVERAGE*, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Riza Bernandhi, Abdul Muid¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to look at the factors that can affect the value of the company . This study is a replication of a previous study belongs Borolla (2011) . In Borolla research (2011) , the independent variables studied are managerial and institutional ownership structure . Differences in this study with previous studies is the addition of another independent variable that allegedly helped influence the value of the company dividend policy , leverage , and firm size.

The population in this study are all companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2010-2012 . Sampling is done by using purposive sampling and analytical methods used is multiple regression analysis .

The results showed that the value of the company is not affected by the structure of managerial ownership , institutional ownership and dividend policy . Enterprise value is more influenced by the leverage factor and the size of the company . The implications of this research enterprise must consider the factors which make the enrichment is more interested investors to invest in a company that values the company can be improved .

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, firm value

PENDAHULUAN

. Brigham dalam Borolla (2011) menjelaskan bahwa suatu perusahaan didirikan dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran dari pemilik atau pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Ketika nilai perusahaan semakin tinggi, maka kemakmuran yang dirasakan oleh pemegang saham juga semakin tinggi. Bagi perusahaan yang memperjualbelikan sahamnya di bursa, maka harga saham merupakan indikator dari nilai perusahaan (Suad dan Enny, dikutip oleh Erlangga dan Suryandari, 2009).

Peningkatan nilai perusahaan bisa dicapai apabila manajemen perusahaan mampu menjalin kerja sama yang baik dengan pihak lain. Apabila tindakan yang dilakukan manajer dan pihak lain tersebut dapat berjalan sebagaimana mestinya, maka permasalahan tidak akan terjadi di antara kedua belah pihak tersebut. Akan tetapi pada kondisi yang sesungguhnya, penyatuan kepentingan antara kedua belah pihak tersebut sering kali menemui masalah (Borolla, 2011).

Agency theory menjelaskan bahwa konflik yang terjadi antara manajemen dan pemilik akan berpengaruh pada kinerja perusahaan sehingga sangat perlu dilakukan penyatuan kepentingan di antara kedua belah pihak. Adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (Jensen dalam Artini dan Puspaningsih, 2011).

Agency problem selain dipengaruhi oleh struktur kepemilikan manajerial juga dipengaruhi oleh struktur kepemilikan institusional. Keberadaan struktur kepemilikan institusional dapat mengurangi adanya *agency problem*. *Agency problem* menurun karena adanya penerapan sistem *monitoring* yang dilakukan oleh para investornya seperti: dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas untuk memberikan penilaian kinerja kepada manajemen. (Mursalim, 2009b). Bathala, *et. al* dalam Mursalim (2009a)

¹ Corresponding author

mengatakan sistem *monitoring* dari investor institusional tersebut memungkinkan untuk dilakukan karena porsi kepemilikan saham mereka pada perusahaan yang cukup besar. Di samping itu, Chung, *et. al* dalam Mursalim (2009a) juga menambahkan bahwa para investor institusional memiliki *opportunity, resources* dan *expertise* yang memadai untuk melakukan analisis terhadap kinerja dan tindakan manajemen.

Copeland dan Weston dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) mengatakan bahwa selain masalah *agency*, kebijakan dividen juga memegang peranan yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Pertentangan yang timbul tentang isu tersebut adalah mengenai status dividen, apakah dividen dapat dianggap sebagai kabar berita yang baik ataukah buruk bagi investor (Fadah, 2010).

Faktor lain yang juga dapat menjelaskan nilai perusahaan disamping struktur kepemilikan dan kebijakan dividen adalah kebijakan pendanaan. Kebijakan pendanaan yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunnya pajak dan biaya ekuitas. Penggunaan utang dapat menurunkan pajak atas sejumlah bunga dan di sisi lain penggunaan utang juga akan menurunkan biaya modal saham. Namun demikian, risiko gagal bayar akibat penggunaan utang yang berlebihan dapat mengalami peningkatan sebagai akibat dari tingginya beban bunga dan pokok utang (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Hardiyanti (2011) memberikan anggapan bahwa ukuran perusahaan juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas dalam upayanya untuk mendapatkan dana dari pasar modal. Akibatnya, hal tersebut berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Hardiyanti, 2012)

Penelitian yang dilakukan Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. Kefektifan kepemilikan manajerial dalam mengatasi konflik keagenan berkaitan dengan kepentingan manajemen untuk mengelola perusahaan secara efisien dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Kontradiksi terjadi pada penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006). Dalam penelitiannya yang menguji pengaruh struktur kepemilikan saham, *leverage*, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian berikutnya yang berhubungan dengan kepemilikan institusional dan nilai perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Borolla (2011). Dalam pengujiannya, kepemilikan oleh institusi dapat mengurangi masalah keagenan sebab timbulnya konsentrasi kepemilikan yang tinggi akan mendorong pemegang saham pada posisi yang kuat untuk mengendalikan manajemen secara efektif. Dengan adanya hal tersebut, maka diharapkan manajemen akan terdorong untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Ketidakkonsistenan terjadi pada penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), dalam penelitian tersebut dijelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kemudian penelitian yang terkait dengan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan diantaranya pernah dilakukan oleh Yadnyana dan Wati (2011). Penelitian tersebut berhasil membuktikan bahwa ketika dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham semakin besar maka nilai perusahaan yang bersangkutan juga akan semakin baik. Pertentangan terjadi pada penelitian Taswan (2003) dimana kebijakan dividen pada kenyataannya berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penggunaan variabel *leverage* dalam penelitian-penelitian yang dikaitkan dengan nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang saling berlawanan. Penelitian Taswan (2003) menunjukkan kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian dari Soliha dan Taswan (2002) serta Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) menunjukkan hasil bahwa ada tidaknya kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap besarnya nilai perusahaan. Kemudian penelitian yang menunjukkan hasil negatif signifikan adalah penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007).

Penelitian yang melibatkan ukuran perusahaan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan juga masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan Sujoko dan Soebiantoro (2007) membuktikan bahwa besarnya ukuran perusahaan, yang berarti menunjukkan perkembangan perusahaan tersebut, akan direspon positif oleh investor

sehingga nilai perusahaan akan mengalami peningkatan. Namun bertentangan dengan penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) dimana ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian kali ini mencoba menghadirkan kembali permasalahan yang berkaitan dengan nilai perusahaan. Replikasi penelitian Borolla (2011) ini dikembangkan dengan menambahkan variabel independen berupa kebijakan dividen, *leverage* dan ukuran perusahaan di dalamnya.

Berdasarkan uraian latar belakang masalah tersebut, maka rumusan atas permasalahan penelitian ini adalah :

- Apakah struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan?
- Apakah struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan?
- Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan?
- Apakah *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan?
- Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan?

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Agensi

Teori agensi merupakan basis teori yang selama ini digunakan sebagai dasar dalam praktik bisnis perusahaan. Dalam teori tersebut pemegang saham dideskripsikan sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen (Borolla, 2011). Prinsipal adalah pihak yang memberikan perintah kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen adalah pihak yang diberi kepercayaan oleh prinsipal untuk menjalankan kegiatan perusahaan. Agen memiliki kewajiban kepada prinsipal untuk mempertanggungjawabkan semua hal yang terkait dengan apa yang telah diamanatkan prinsipal kepada agen tersebut (Emirzon, 2007).

Pemisahan antara pemegang saham dan manajer seperti ini dapat menimbulkan adanya masalah keagenan atau *agency problem*. Dan karena kewenangan pengelolaan perusahaan serta pengambilan keputusan diserahkan kepada manajer, maka bisa saja manajer tidak berbuat yang terbaik untuk pemilik karena adanya perbedaan kepentingan (Nasser, 2008).

Berbagai cara dilakukan untuk mengurangi *agency problem*. Beberapa diantaranya adalah dengan meningkatkan peran *outsider* dalam monitoring perusahaan, keberadaan atau eksistensi kepemilikan manajerial, peningkatan pembayaran dividen, dan pendanaan melalui utang (Crutchley, *et. al* dalam Mursalim, 2009a).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah sebagai nilai pasar, sebab nilai perusahaan akan memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum ketika harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kemakmuran yang dirasakan oleh para pemegang sahamnya (Nurlala dan Islahuddin, 2008).

Untuk dapat menentukan nilai dari suatu perusahaan maka dapat digunakan rasio-rasio keuangan. Rasio dari nilai pasar perusahaan mengindikasikan kinerja dan prospek dari manajemen yang didasarkan pada penilaian investor. Rasio Tobin's Q dipilih sebagai rasio yang akan memproksikan nilai perusahaan. Rasio ini dipilih karena mampu memberikan informasi yang paling baik. (Sukamulja, 2004).

Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat di dalam pengambilan keputusan. Pengukurannya dilihat dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Yadnyana dan Wati, 2011). Dugaan yang menarik timbul dari adanya kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan, bahwa peningkatan nilai perusahaan terjadi sebagai akibat dari meningkatnya kepemilikan manajerial. Besarnya proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen akan efektif dalam memonitor setiap aktivitas yang dilakukan perusahaan (Permanasari, 2010). Disamping itu, Jensen dan Meckling dalam Putri (2011) menambahkan bahwa manajemen juga akan semakin giat di dalam memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya

sendiri, sehingga masalah keagenan dapat diasumsikan akan berkurang dan kinerja perusahaan menjadi meningkat (Putri, 2011).

Kepemilikan Institusional

Tarjo (2008) menerangkan kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lainnya. Kepemilikan institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal sehingga keberadaanya memiliki arti penting bagi pemantauan manajemen. Dengan adanya *monitoring* tersebut maka pemegang saham akan semakin terjamin kemakmurannya, pengaruh kepemilikan institusional yang berperan sebagai agen pengawas ditekan oleh investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal (Permanasari, 2010).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang terkait dengan pertanyaan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan digunakan untuk menambah modal dalam rangka pembiayaan investasi di masa depan. Rasio pembayaran dividen menjadi penentu berapa bagian jumlah laba yang dibagikan dalam bentuk dividen kas dan laba ditahan sebagai sumber pendanaan (Martono dan Harjito, 2008).

Ada tiga pendapat yang berhubungan dengan kebijakan dividen. Pendapat pertama dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (MM), dalam pendapatnya kebijakan dividen tidaklah relevan, hal ini berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena tidak ada pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (Taswan, 2003).

Pendapat kedua oleh Gordon-Lintner (dalam Taswan, 2003) yang menyatakan bahwa risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain*. Pernyataan ini kemudian biasa disebut sebagai teori *bird in the hand*. Karena risiko dividen yang kecil tersebut maka perusahaan seharusnya memperbesar nilai rasio pembayaran dividen untuk meningkatkan harga sahamnya yang kemudian berdampak pada naiknya nilai perusahaannya (Fadah, 2010).

Kemudian pendapat yang terakhir merupakan pendapat dari suatu kelompok yang menyatakan bahwa karena pajak cenderung dikenakan pada dividen daripada *capital gain*, maka investor menuntut tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Saran dari kelompok ini bahwa dengan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah akan memaksimalkan nilai perusahaan (Taswan, 2003).

Seolah ketiga pendapat tersebut saling bertentangan antara satu dengan yang lain, namun ketika kandungan informasi dilibatkan sebagai pertimbangan maka dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham. Kenaikan pembayaran harga saham dapat menjadi sinyal positif tentang prospek perusahaan yang baik begitu pun sebaliknya penurunan pembayaran dividen dapat menjadi sinyal yang buruk bagi prospek perusahaan (Taswan, 2003).

Leverage

Riyanto (1997) menyebutkan bahwa definisi *leverage* adalah penggunaan dana atau aset di mana perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap untuk penggunaan dana atau aset tersebut. *Leverage* tidak lain adalah sumber dana eksternal sebab kedudukan leverage mewakili hutang yang dimiliki perusahaan (Harahap dalam Nugroho, 2011).

Keputusan manajemen untuk menjaga agar rasio *leverage* tidak bertambah tinggi mengacu pada *pecking order theory*. Dalam teori tersebut dinyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Secara sederhana dapat dinyatakan bahwa apabila kebutuhan sumber pendanaan internal masih dapat dipenuhi maka sumber pendanaan eksternal tidak perlu diupayakan. Dengan adanya nilai rasio *leverage* yang tinggi maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan (Weston dan Copeland dalam Hardiyanti, 2012).

Ukuran Perusahaan

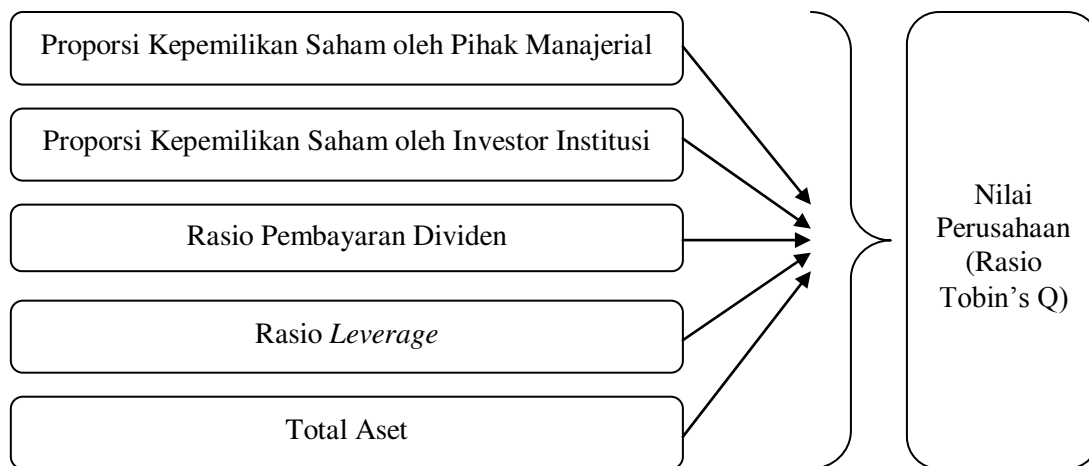
Perusahaan dengan total aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan. Perusahaan dengan total aset yang besar juga mencerminkan bahwa

perusahaan tersebut relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba (Daniati dan Suhairi dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Investor tentunya akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang besar. Hal tersebut didorong oleh adanya jaminan kepastian operasi dan prospek bisnis masa depan yang lebih baik. Respon dari preferensi investor tersebut akan tercermin dari peningkatan harga saham yang selanjutnya akan menyebabkan naiknya nilai perusahaan (Pratiwi, 2011).

Kerangka Pemikiran

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Salah satu upaya untuk mengurangi terjadinya *agency problem* adalah dengan memberikan insentif kepada agen atau pihak manajemen. Insentif tersebut dapat berupa porsi kepemilikan saham perusahaan kepada para manajer (Fadah, 2010). Borolla (2011) menerangkan, apabila didasarkan pada logika, kepemilikan saham oleh manajer akan menurunkan kecenderungan untuk melakukan tindakan mengkonsumsi *perquisites* secara berlebihan. Fadah menjelaskan (2010) upaya ini ditujukan agar kepentingan antara pihak manajemen dan pihak pemegang saham dapat disejajarkan (Fadah, 2010).

Penelitian Soliha dan Taswan (2002) menemukan bahwa nilai perusahaan secara positif dan signifikan dipengaruhi oleh *insider ownership*. Studi tersebut mengindikasikan bahwa kepemilikan oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Soliha dan Taswan, 2002). Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut :

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pihak investor institusional tersebut untuk melakukan usaha pengawasan yang lebih besar pula. Hal tersebut menjadikan perilaku *opportunistic* manajer dapat dicegah. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) menunjukkan kemampuan perusahaan tersebut di dalam memonitor manajemen (Arif, dalam Machmud dan Djakman, 2008). Mekanisme pengawasan yang tinggi akan meminimalkan penyelewengan-penyelewengan yang mungkin dilakukan manajemen sehingga berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Disamping itu, melalui usaha-usaha yang positif, investor institusional akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dimilikinya (Haruman, 2008).

Penelitian Kumar (2004) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusi akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Hal ini terutama berlaku pada investor yang berbentuk institusi keuangan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut :

H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Muncul beberapa pendapat terkait dengan bagaimana suatu kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama biasa disebut dengan teori irrelevansi dividen dimana di dalamnya disebutkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Pendapat kedua menyebutkan bahwa dividen yang tinggi akan menyebabkan peningkatan pada nilai perusahaan atau biasa dikenal dengan *Bird in The Hand Theory*. Kemudian pendapat yang terakhir atau pendapat ketiga menjelaskan bahwa ketika rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio* semakin tinggi maka nilai perusahaan justru menjadi semakin rendah (Hatta dalam Wijaya, 2010). Penelitian Yadnyana dan Wati (2011) mampu membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif signifikan.

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Leverage dan Nilai Perusahaan

MM menyatakan bahwa penggunaan hutang yang semakin tinggi akan memperbesar risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan disebabkan keuntungan yang diperoleh dari murahnya biaya hutang ditutup oleh naiknya biaya modal sendiri. Akan tetapi pernyataan ini diintrodusir sendiri oleh MM pada tahun 1963. MM menyebutkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan apabila terdapat pajak penghasilan perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (Taswan, 2003).

Penelitian Taswan (2003) menunjukkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rasio PBV. Dengan adanya hasil penelitian dan teori yang saling mendukung, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut :

H₄ : *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Nilai total aset perusahaan merupakan cerminan bagi besar kecilnya ukuran suatu perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka investor cenderung lebih banyak menaruh perhatian pada perusahaan tersebut (Hardiyanti, 2012). Penelitian yang dilakukan oleh Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi tingkat keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi.

H₅ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Jensen dan Meckling (dalam Borolla, 2011) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan dua mekanisme *corporate governance* yang dinilai dapat membantu mengatasi permasalahan keagenan. Iskandar dkk (dalam Borolla, 2011) menyebutkan bahwa dengan adanya *corporate governance* tersebut memungkinkan bagi stakeholders untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Keputusan keuangan untuk meningkatkan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mampu memberikan sinyal atau isyarat akan prospek perusahaan (Roseff dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa pendapat ini didukung oleh penelitian Asquith dan Mullins (dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006) dimana pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return saham* serta dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan bagi perusahaan. Begitu juga dengan peningkatan hutang yang direspon positif oleh pasar. Respon positif tersebut terjadi karena pihak luar mengartikan peningkatan hutang sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban atau adanya risiko yang rendah (Brigham dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Ketika peningkatan hutang terjadi, itu artinya aset yang tersedia sebagai jaminan untuk membayar hutang juga besar. Sehingga perusahaan yang besar (dilihat dari jumlah asetnya) dapat mendorong pihak luar untuk merespon pasar secara positif (Sujoko dan Soebiantoro, 2007)

H₆ : Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif secara simultan terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Nilai Perusahaan (Y)

Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependennya. Variabel ini diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Persamaan matematis untuk menghitung Tobin's Q adalah sebagai berikut (Rustiarini, 2010) :

$$Q = \frac{MVE + D}{TA}$$

Dimana persamaan tersebut menunjukkan :

Q = Nilai dari Tobin's Q / Nilai perusahaan

MVE = Nilai pasar ekuitas (harga penutupan x jumlah saham beredar)

TA = Total aset

D = Total utang

Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat di dalam pengambilan keputusan. Pengukurannya dilihat dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Yadnyana dan Wati, 2011). Apabila dirumuskan ke dalam persamaan matematis maka diperoleh persamaan sebagai berikut (Sudarma dalam Borolla, 2011) :

$$\text{Kep. Manajerial} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh manajemen}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Institusional

Tarjo (2008) menerangkan kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lainnya. Pengukuran terhadap variabel ini secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Sudarma (2003) ; Friend dan Hasbrouk (1988) dalam Borolla, 2011) :

$$\text{Kep. Institusional} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan Dividen

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen didefinisikan sebagai laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan saham yang dimilikinya melalui proksi rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio* (DPR). Persamaan rumus matematis dari rasio tersebut adalah sebagai berikut (Prapaska, 2012) :

$$\text{DPR (dividend payout ratio)} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Leverage

Munawir dalam Borolla (2011) mengatakan, rasio *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk menunjukkan sampai sejauh mana hutang-hutang perusahaan dapat ditutup atau dibayar dengan menggunakan modal yang dimiliki. Rasio *leverage* dihitung dengan menggunakan rumus :

$$Lv = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan

Kemudian variabel independen terakhir yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah variabel ukuran perusahaan. Penelitian Sudarma (2003) dan Ratnawati (2001) dalam Nasser (2008) menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan besarnya ukuran perusahaan. Investor telah menjadikan ukuran perusahaan sebagai bahan pertimbangan di dalam melakukan transaksi pembelian saham. Proksi yang digunakan untuk menentukan besarnya ukuran perusahaan adalah total aset (Borolla, 2011) :

$$Size (Sz) = \ln TA = \ln (\text{Total aset})$$

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang bergerak di bidang industri manufaktur. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut :

1. Semua perusahaan yang terdaftar di BEI dan termasuk dalam kelompok industri manufaktur yang mempublikasikan laporan tahunannya dan membagikan dividen dari tahun 2010-2012 secara berturut-turut.
2. Selama periode pengamatan, perusahaan sampel tidak mengalami *delisting* dan tidak melakukan perubahan kebijakan terkait periode pelaporan.
3. Tersedia laporan keuangan yang disajikan dalam mata uang rupiah secara lengkap baik dalam bentuk fisik maupun melalui website www.idx.co.id atau website masing-masing perusahaan dari tahun 2010-2012.
4. Memiliki data keuangan yang diperlukan dalam penelitian ini secara lengkap.

Metode Analisis

Model persamaan regresi berganda yang akan diteliti dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut :

$$TQ = a + b_1 KM + b_2 KI + b_3 KD + b_4 LV + b_5 SZ + \epsilon$$

dimana :

TQ	=	Tobin's Q (nilai perusahaan)
KM	=	Kepemilikan Manajerial
KI	=	Kepemilikan Institusional
KD	=	Kebijakan Dividen
LV	=	<i>Leverage</i>
SZ	=	<i>Size</i> (ukuran perusahaan)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Sampel penelitian dalam pengujian ini sebanyak 15 perusahaan dengan periode pengamatan selama 3 tahun sehingga diperoleh 45 data pengamatan. Berikut ini adalah hasil dari pengambilan sampel berdasarkan kriteria yang telah ditentukan :

Tabel 1
Hasil Pengambilan Sampel Penelitian

Kriteria yang Ditetapkan	Jumlah
Perusahaan kelompok manufaktur di BEI tahun 2010-2012 yang membagikan dividen	135
Perusahaan yang tidak sesuai kriteria terkait dengan informasi struktur kepemilikan	(81)
Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dengan mata uang asing	(6)
Perusahaan yang mengganti periode pelaporannya	(3)
Pengamatan untuk 3 periode (15 perusahaan x 3 tahun)	45

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2013

Analisis Statistik Deskriptif

Berikut ini adalah hasil dari analisis statistik deskriptif yang disajikan dalam bentuk tabel :

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
TQ	45	.65	15.00	2.4994	3.41426
KM	45	.00001	.25610	.0368966	.06734859
KI	45	.12	.96	.6001	.20132
KD	45	.0003	4.1101	.510942	.6261054
LV	45	.08	7.53	1.3615	1.42262
SZ	45	25.08	32.84	28.8729	1.83836
Valid N (listwise)	45				

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2013

Hasil analisis statistik deskriptif untuk variabel nilai perusahaan (Tobin's Q atau TQ) menunjukkan rentang nilai antara 0,65 sampai 15,00. Untuk besarnya nilai rata-rata dan deviasi standarnya masing-masing adalah 2,4994 dan 3,41426. Variabel kepemilikan manajerial (KM) memiliki nilai tertinggi sebesar 0,25610 dan nilai terendah sebesar 0,00001. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 0,0368966. Nilai deviasi standar sebesar 0,6734859 memberikan makna bahwa range dari nilai kepemilikan manajerial adalah +/- 0,6734859 dari nilai rata-ratanya. Variabel kepemilikan institusional (KI) memiliki nilai tertinggi sebesar 0,96 dan nilai terendah sebesar 0,12. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 0,6001. Nilai deviasi standar sebesar 0,20132. Variabel kebijakan dividen (KD) memiliki nilai tertinggi sebesar 4,1101 dan nilai terendah sebesar 0,0003. Nilai deviasi standar sebesar 0,6261054 memberikan makna bahwa range dari nilai kebijakan dividen adalah +/- 0,6261054 dari nilai rata-ratanya. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 0,510942. Variabel *leverage* (LV) memiliki nilai tertinggi sebesar 7,53 dan nilai terendah sebesar 0,08. Nilai deviasi standar sebesar 1,42262 memberikan makna bahwa range *leverage* adalah +/- 1,42262 dari nilai rata-ratanya. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 1,3615. Variabel ukuran perusahaan (SZ) memiliki nilai tertinggi sebesar 32,84 dan nilai terendah sebesar 25,08. Nilai rata-rata menunjukkan angka sebesar 28,8729 dan nilai deviasi standar sebesar 1,83836.

Pembahasan Hasil Penelitian

Dari hasil uji statistik untuk melihat ketepatan fungsi regresi (*Goodness of fit*) dilakukan dengan melihat koefisien determinasi R^2 dan uji statistik F. Besarnya nilai *adjusted* R^2 (tabel 3) adalah 0,333 yang berarti bahwa kemampuan variabel independen dalam menerangkan variasi perubahan variabel dependennya sebesar 33,3%, sedangkan sisanya sebesar 66,7% diterangkan oleh faktor-faktor lain di luar model regresi penelitian ini. Nilai F (tabel 3) yang sebesar 3,601 dengan nilai profitabilitas lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa model regresi pada penelitian ini sudah tepat dan layak untuk digunakan.

Dari uji normalitas yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa data telah terdistribusi normal. Hal ini dibuktikan dengan nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,285 yang berada diatas nilai signifikansi 0,05. Dari uji multikolinearitas didapatkan tidak ada satupun variabel yang memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF di bawah 10. Jadi dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas antar variabel independen. Dari uji autokorelasi yang dilakukan menggunakan Durbin-Watson didapatkan nilai DW sebesar 2,146. Nilai DW tersebut lebih besar dari nilai batas atas (du) 1,7814 dan kurang dari 2,2186 (4-du). Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi ini. Sedangkan untuk uji heteroskedastisitas, hasil uji glejser menunjukkan tidak ada variabel yang signifikan pada 0,05, sehingga dapat disimpulkan tidak ada masalah heterokedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *leverage*, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Pengujian hipotesis regresi linier berganda digunakan untuk menguji signifikansi koefisien setiap variabel independen menggunakan *p-value* (*probability value*) dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05) yang artinya jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka koefisien regresi adalah signifikan.

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

	Beta	t	Sig
1 (Constant)	-3,560	-2,214	0,033
KM	0,866	0,536	0,595
KI	0,428	0,983	0,332
KD	0,151	1,320	0,195
LEV	-0,112	-2,321	0,026
SZ	0,129	2,499	0,017

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2013

Hasil pengujian terhadap model regresi menghasilkan model sebagai berikut:

$$TQ = -3,56 + 0,866 KM + 0,428 KI + 0,151 KD - 0,112 LV + 0,129 SZ$$

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini menunjukkan bahwa berdasarkan uji t statistik variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi sebesar 0,595. Artinya, kepemilikan manajerial secara individu tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini didasarkan pada syarat diterimanya pengujian t statistik dimana pengujian yang diterima adalah pengujian yang memiliki nilai signifikansi kurang dari 0,05 atau 5%. Untuk arah pengaruh, kepemilikan manajerial memberikan arah positif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien sebesar 0,866.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan apa yang telah dilakukan oleh Kumar (2004). Pada penelitian tersebut ditunjukkan hasil bahwa kepemilikan saham oleh manajerial berdampak pada kinerja perusahaan. Bahkan, pengaruh tersebut tidak berbeda secara signifikan baik pada perusahaan lintas kelompok (*across group*) maupun pada perusahaan yang berdiri sendiri (*stand-alone firm*). Hal tersebut sangat kontras sekali dengan kondisi di Indonesia. Manajemen perusahaan manufaktur di BEI justru tidak memiliki kendali atas jalannya perusahaan. Implikasi penelitian ini bahwa manajemen perusahaan di BEI lebih banyak dikendalikan oleh para pemegang saham mayoritas. Hal ini sekaligus menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial di dalam suatu perusahaan bukan merupakan faktor yang mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Nilai signifikansi variabel kepemilikan institusional berdasarkan uji t statistik menunjukkan angka sebesar 0,332. Nilai signifikansi yang lebih dari 0,05 tersebut mengisyaratkan tertolaknya pengujian t statistik yang dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan untuk nilai

koefisien parameter yang positif yaitu 0,428 menunjukkan bahwa arah pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan adalah positif.

Hasil penelitian ini tidak dapat mendukung penelitian Kumar (2004). Pada penelitian Kumar (2004) disebutkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Kondisi ini semakin terlihat khususnya pada institusi keuangan. Namun kondisi yang berlawanan ditunjukkan oleh perusahaan di BEI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham suatu perusahaan oleh investor institusi, tidak dapat dipastikan keefektifannya di dalam memonitor perilaku para manajer. Hal ini jelas akan berpengaruh terhadap naik turunnya nilai perusahaan. Implikasi penelitian bahwa para investor diharapkan mampu menjadikan hasil penelitian ini sebagai bahan masukan untuk aktivitas investasi mereka bahwa bagaimana pun akses informasi yang dilakukan manajer sebagai pengelola perusahaan tetap lebih detail dan akurat. Sedangkan akses oleh investor sangat lah terbatas dalam pengendalian manajemen. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional bukan merupakan faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji t statistik yang telah dilakukan, kebijakan dividen terbukti tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai signifikansi yang dihasilkan oleh variabel kebijakan dividen sebesar 0,195 sedangkan syarat diterimanya pengujian ini adalah nilai signifikansi yang kurang dari 0,05. Untuk arah pengaruhnya sendiri, kebijakan dividen memberikan arah yang positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan apa yang pernah dilakukan oleh Ghosh dan Ghosh (2008). Penelitian Ghosh dan Ghosh (2008) menyebutkan bahwa kebijakan pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap nilai masa depan perusahaan. Kondisi semacam ini muncul karena pada faktanya kinerja masa depan perusahaan cukup bervariasi jika dibandingkan dengan kebijakan pembayaran dividen. Hal ini semakin memperkuat alasan bahwa kebijakan dividen tidak lah berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI. Kebijakan dividen dinilai bukan lagi sebagai suatu faktor yang berkontribusi secara signifikan terhadap perusahaan nilai perusahaan. Implikasi penelitian ini adalah para pelaku investasi di BEI tidak terbukti mengikuti pola *bird in hand theory*. Para investor menganggap bahwa pendapatan dividen yang kecil saat ini tidak lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan *capital gain* di masa depan.

Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Nilai signifikansi untuk variabel *leverage* berdasarkan uji t statistik adalah 0,026 (kurang dari 0,05) yang berarti pengujian tersebut diterima. Variabel *leverage* memiliki koefisien parameter negatif sebesar -0,112 yang berarti bahwa semakin turun nilai *leverage*, maka nilai perusahaan justru akan semakin meningkat.

Hasil yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan konsisten dengan penelitian Ghosh dan Ghosh (2008). Pada penelitian tersebut, dijelaskan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap peningkatan nilai perusahaan di masa depan. Hal ini terjadi karena peningkatan kredit akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor yang justru berdampak negatif pada nilai perusahaan. Kondisi serupa terjadi juga pada perusahaan BEI. Ketika biaya untuk memperoleh *leverage* semakin tinggi tanpa diikuti dengan peningkatan *benefit* maka nilai perusahaan akan ikut terpengaruh. Implikasi penelitian ini bahwa perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini mengalami kecenderungan untuk mengikuti teori *Trade off*. Teori tersebut menegaskan bahwa struktur modal yang optimal merupakan struktur modal yang mampu menyeimbangkan antara *benefit* dengan biaya yang diperoleh perusahaan dengan adanya penggunaan *leverage*.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,017 dengan koefisien parameter positif sebesar 0,129. Artinya, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka nilai perusahaannya pun juga akan besar.

Penelitian ini sekaligus membuktikan kekonsistenan hasil dari Fama dan French (1995). Dalam penelitian tersebut pasar dan ukuran perusahaan terbukti berpengaruh terhadap *return*

saham. Kondisi ini sejalan dengan perusahaan di BEI dimana pada perusahaan dengan total aset yang lebih besar, maka nilai perusahaan yang dimiliki juga semakin besar.

Implikasi penelitian adalah investor hendaknya lebih memilih perusahaan yang lebih besar daripada perusahaan yang lebih kecil. Hal ini disebabkan, perusahaan yang besar lebih memiliki nilai pasar saham yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Secara umum, dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah *leverage* dan ukuran perusahaan. Faktor lain seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap besarnya nilai suatu perusahaan. Dengan adanya hasil penelitian ini, hendaknya investor dapat mempertimbangkan faktor-faktor tersebut di dalam melakukan kegiatan investasinya. Di samping itu, hasil penelitian ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai bahan masukan bahwa faktor-faktor seperti *leverage* dan ukuran perusahaan dapat dijadikan pertimbangan di dalam upayanya untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik melalui peningkatan nilai perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan, diantaranya adalah sebagai berikut :

1. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur saja sehingga penggeneralisasian atas isu-isu perusahaan yang terkait dengan nilai perusahaan belum bisa dilakukan.
2. Penelitian ini hanya menggunakan struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional sebagai faktor struktur kepemilikan yang diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3. Penelitian ini menggunakan model yang hanya mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan sebesar 24,1 % melalui variabel independennya, sedangkan sisanya 75,9% masih dijelaskan oleh faktor diluar model yang diteliti.

Saran

Beberapa saran yang dapat dilakukan untuk perkembangan penelitian selanjutnya adalah dengan menambah sampel perusahaan yang bergerak di sektor non manufaktur, menambahkan struktur kepemilikan yang lain, serta menggali faktor-faktor lain yang diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga model dapat ditingkatkan keakuratannya di dalam mengestimasi nilai perusahaan.

REFERENSI

- Borolla, J. D. 2011. "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan". *Prestasi*, Vol. VII, No. 1, h. 11-24
- Emirzon, J. 2007. *Prinsip-Prinsip Good Corporate Governance : Paradigma Baru dalam Praktik Bisnis Indonesia*. Yogyakarta: Genta Press
- Erlangga, E. dan E. Suryandari. 2009. "Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan CSR, *Good Corporate Governance* dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi". *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol. X, No. 1, h. 57-70
- Fadah, I. 2010. "Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. XIV, No. 3, h. 391-406
- Fama, E. F. dan K. R. French. 1995. "Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns". *The Journal of Finance*, Vol. 50, No.1, h. 131-155
- Ghosh, S. dan A. Ghosh. 2008. "Do Leverage, Dividend Policy and Profitability Influence the Future Value of Firm ? Evidence from India".

- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. 5 ed. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hardiyanti, N. 2011. "Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, *Leverage*, Profitabilitas, *Firm Size* dan *Dividen Payout Ratio* terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2007-2009)". *Skripsi tidak dipublikasikan*, Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
- Haruman, T. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan (Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia)". *Symposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak
- Kumar, J. 2004. "Does Ownership Structure Influence Firm Value ? Evidence from India". *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, Vol. IX, No. 2, h. 61-93
- Machmud, N. dan C. D. Djakman. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (*CSR Disclosure*) pada Laporan Tahunan Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006". *Symposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak
- Martono dan D. A. Harjito. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia
- Mursalin. 2009a. "Analisis Persamaan Struktural : Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institusional dan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Utang untuk Mengatasi Masalah Keagenan". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. XIII, No. 1, h. 45-61
- , 2009b. "Simultanitas Aktivisme Institusional, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Utang dalam Mengurangi Konflik Keagenan (Studi Empiris pada Perusahaan Go Publik di Indonesia)". *Symposium Nasional Akuntansi XII*. Palembang
- Nasser, E. M. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Dewan Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan dengan manajemen Laba dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening". *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. VIII, No. 1, h. 1-27
- Nugroho, G. A. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan *Leverage* terhadap *Earning Management* pada Perusahaan yang Melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta". *Skripsi tidak dipublikasikan*, Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
- Nurlela, R. dan Islahuddin. 2008. "Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)". *Symposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak
- Permanasari, W. I. 2010. "Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan". Diakses tanggal 3 Juni 2013, dari eprints.undip.ac.id
- Prapaska, J. R. 2012. "Analisis Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2009-2010". Diakses tanggal 30 Mei 2013, dari eprints.undip.ac.id
- Pratiwi, N. L. E. A. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Likuiditas, Growth, Size, dan Leverage terhadap Nilai Perusahaan". Diakses tanggal 18 September 2013, dari digilib.uns.ac.id
- Putri, R. K. 2011. "Analisis Pengaruh *Corporate Governance*, Struktur Kepemilikan, dan *Cash Holdings* terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009)". Diakses tanggal 3 Juni 2013, dari eprints.undip.ac.id
- Riyanto, B. 1997. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. 4 ed. Yogyakarta: BPFE
- Rustiarini, N. W. 2010. "Pengaruh *Corporate Governance* pada Hubungan *Corporate Social Responsibility* dan Nilai Perusahaan". *Symposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto
- Siallagan, H. dan M. Machfoedz. 2006. "Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan". *Symposium Nasional Akuntansi IX*. Padang
- Soeratno dan L. Arsyad. 2008. *Metodologi Penelitian untuk Ekonomi dan Bisnis*. Edisi Revisi. Yogyakarta: UPP STIM YKPN

- Sofyaningsih, S. dan P. Hardiningsih. 2011. "Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. III, No. 1, h. 68-87
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. IX, No. 2, h. 149-163
- Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta
- Sukamulja, S. 2004. "Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta)". *BENEFIT*, Vol. VIII, No. 1, h. 1-25
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. IX, No. 1, h.41-48
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*". *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak
- Taswan. 2003. "Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. X, No. 2, h. 162-181
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang
- Wijaya, L. R. P. 2010. "Implikasi Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan". Diakses tanggal 6 September 2013, dari digilib.uns.ac.id
- Yadnyana, I. K. dan N. W. A. E. Wati. 2011. "Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Manufaktur yang Go Public". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. XV, No. 1, h. 58-65